

L'euro cinq ans après : réalisations et nouveaux défis

Discours prononcé par Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France, dans le cadre du cursus HEC de l'université de Lausanne, le 25 mai 2004.

C'est un grand plaisir pour moi d'être ici pour vous parler de la monnaie unique européenne qui est l'une des réalisations les plus remarquables de l'Union européenne. Les pays européens ont longtemps été divisés, et le continent européen vient juste de se réunifier avec l'entrée de dix pays d'Europe centrale et orientale dans l'Union européenne.

Nous venons de célébrer, il y a quelques jours, le 54^e anniversaire de la fameuse déclaration de Robert Schumann, qui contient ces phrases célèbres : « L'Europe ne se fera pas en un jour [...] elle se fera à partir de réalisations concrètes [...] créant des solidarités de fait entre les peuples. » À vrai dire, il n'existe guère de fait qui crée davantage de solidarité que la monnaie et c'est pourquoi il s'agit d'une pierre fondamentale de l'édifice européen, même si elle ne concerne encore aujourd'hui que douze pays sur vingt-cinq.

Je voudrais vous présenter, tout d'abord, les réalisations de la politique monétaire unique et, en particulier, analyser la réussite de l'euro qui repose sur des fondements solides. J'aimerais, ensuite, aborder brièvement l'intégration économique : l'euro a effectivement constitué un facteur puissant d'intégration économique et financière, accentué aujourd'hui par son rôle international croissant. Ensuite, je voudrais souligner que l'UEM, pour être un plein succès, devra faire face à des défis tels que la cohésion budgétaire et les réformes structurelles.

1. La réussite de l'euro repose sur des fondements solides

L'euro repose tout d'abord sur deux fondements solides : la politique monétaire unique, d'une part, le bon fonctionnement de la coopération macroéconomique de l'UEM, d'autre part.

1.1. Les réalisations de la politique monétaire unique

Après cinq ans, la politique monétaire unique conduite par l'Eurosystème, c'est-à-dire l'ensemble constitué par la Banque centrale européenne et les douze banques centrales des pays membres de la zone euro, a été couronnée par de nombreux succès. Le passage à l'euro, sous forme scripturale puis fiduciaire, en constitue très certainement l'événement le plus emblématique. La monnaie unique a longtemps rencontré le scepticisme de nombreux observateurs qui estimaient peu réaliste, en premier lieu, de lancer une nouvelle monnaie, dont le nom lui-même n'a été fixé qu'au Conseil européen de Madrid de décembre 1995 et, en second lieu, d'envisager une politique monétaire unique pour un ensemble de pays qui, en dépit de la rapidité de leur convergence, n'en présentaient pas moins des disparités importantes. La perspective de la création de nouvelles institutions, en particulier la Banque centrale européenne, a également été à l'origine de très nombreux débats. Les questions étaient centrées principalement autour du cadre institutionnel et opérationnel et autour des stratégies d'une politique monétaire unique. Aujourd'hui, nous pouvons évaluer ses réalisations.

1.1.1. Un cadre institutionnel et opérationnel moderne

Une abondante littérature a été consacrée au cours de la dernière décennie aux questions relatives à l'indépendance des banques centrales, aux concepts de transparence et de stratégie monétaire ou encore à la communication des décisions de politique monétaire.

Ayant bénéficié de cette expertise analytique et de l'expérience des banques centrales nationales des pays membres, l'Eurosystème repose tout d'abord sur un cadre institutionnel moderne, fondé sur les principes d'indépendance, de transparence et de responsabilité et, enfin, de décentralisation opérationnelle.

L'indépendance de l'Eurosystème favorise la stabilité des prix

L'Eurosystème a pour mission prioritaire, d'après le Traité de Maastricht, d'assurer et de maintenir la stabilité des prix. Ainsi que l'ont montré de nombreux travaux empiriques, la performance anti-inflationniste d'une nation semble très fortement corrélée au degré d'indépendance de sa banque centrale. L'indépendance de la Banque centrale européenne et des douze banques centrales des pays membres de la zone euro est donc inscrite dans le Traité. Au plan fonctionnel, cela signifie que, dans l'exercice de leur mission, ni la Banque centrale européenne ni les banques centrales nationales de l'Eurosystème ne cherchent ni ne prennent d'instruction des institutions communautaires, des gouvernements nationaux ou d'une quelconque autre instance. Il s'agit là d'une pleine indépendance au sens institutionnel, opérationnel et financier.

La transparence et la responsabilité sont également essentielles pour gagner en crédibilité

Naturellement, l'indépendance de ces institutions a pour contrepartie la transparence de leurs décisions et la responsabilité vis-à-vis du public et de ses représentants. S'agissant d'institutions nouvelles, comme la BCE, la transparence est encore plus essentielle pour en asseoir la crédibilité et instaurer la confiance des agents économiques dans une monnaie. Pour établir cette crédibilité, pour gagner cette confiance des agents, il est absolument impératif d'être compris et pour cela, il est nécessaire d'être transparent.

Dans ce domaine également, les impératifs de responsabilité et de transparence sont inscrits dans le Traité en termes très généraux, mais l'Eurosystème est allé, dans plusieurs domaines, au-delà des obligations institutionnelles lui incombant. En premier lieu, le Conseil des gouverneurs a précisé sa définition de la stabilité des prix (hausse inférieure, mais proche de 2 % à moyen terme). En deuxième lieu, la BCE est allée au-delà des exigences de responsabilité établies par le Traité en instituant des auditions régulières du président devant le Parlement européen et des réunions informelles régulières avec l'Eurogroupe des ministres des Finances. Un autre signe de transparence réside dans la publication régulière de rapports sur les évolutions économiques et des analyses de la Banque centrale, dont le *Bulletin mensuel* de la BCE constitue le vecteur le plus connu. Enfin, point le plus important, à l'issue de chacune des réunions consacrées aux décisions de politique monétaire, le président et le vice-président de la BCE tiennent une conférence de presse suivie d'un échange ouvert avec les journalistes, dont le détail est publié sur le site internet de la BCE. Il est peut-être important de rappeler que la BCE a été la première des banques centrales à se soumettre à ce type d'exercice qui fournit une occasion unique d'expliquer et de commenter les décisions de politique monétaire, immédiatement et de façon détaillée.

En revanche, le Conseil des gouverneurs de la BCE a choisi de ne pas publier les procès-verbaux de ses réunions. En effet, la publication des procès-verbaux présente certains inconvénients. Tout d'abord, lorsqu'ils sont très détaillés, les participants risquent de « parler pour le procès-verbal », alors que, lorsqu'ils ne sont pas détaillés, ils ne présentent guère plus d'intérêt qu'un simple communiqué. Ensuite, ils peuvent compliquer l'évolution des prises de position de ses membres à la lumière des arguments développés. Enfin, ce qui est le plus important, dans le cas de la zone euro, l'analyse des votes pourrait être lue et interprétée à la lumière de préoccupations ou d'intérêts nationaux, ce qui serait fallacieux et pourrait menacer à la fois l'indépendance des membres du Conseil des gouverneurs et la crédibilité de nos processus de prise de décision.

L'Eurosystème repose sur la décentralisation opérationnelle

Le troisième élément, la décentralisation opérationnelle, constitue une caractéristique essentielle de l'Eurosystème. La répartition des rôles entre la BCE et les banques centrales nationales constitue l'un des éléments de sa cohésion et son moteur principal. Selon ce principe, les décisions de politique monétaire sont prises de façon centralisée, par le Conseil des gouverneurs de la BCE, mais mises en œuvre par les banques centrales nationales. Contrairement aux États-Unis,

l'utilisation de technologies et de moyens de communication modernes a permis de réaliser les opérations de marché de façon simultanée dans toutes les banques centrales nationales et non pas de les concentrer en un point géographique donné. Le même dispositif s'applique à d'autres domaines monétaires (gestion de trésorerie, systèmes de paiement, etc.).

L'Eurosystème bénéficie d'un cadre opérationnel efficient

A côté de ce cadre institutionnel moderne, l'Eurosystème bénéficie également d'un cadre opérationnel particulièrement efficient. Le succès du passage à l'euro en constitue, au plan technique, une illustration particulièrement édifiante. Ce cadre opérationnel repose sur deux grandes orientations principales :

- une gamme cohérente d'instruments de politique monétaire, élaborée selon les principes de libre concurrence, d'égalité de traitement, de simplicité et de transparence : ces instruments permettent l'ajustement de la liquidité bancaire et le pilotage efficace des taux d'intérêt ;
- des procédures garantissant un niveau élevé de sécurité pour l'ensemble des transactions interbancaires et des paiements de montant élevé au sein de la zone euro et avec d'autres pays de l'Union économique, en particulier le système *Target*, dont le rôle a été déterminant dans le processus d'intégration du marché monétaire en euros.

1.1.2. Le cadre stratégique

Les succès de la politique monétaire unique reposent également sur son cadre stratégique, lequel peut être caractérisé par deux éléments principaux : une définition quantitative de la stabilité des prix et une orientation à moyen terme de la politique monétaire.

Une définition quantitative de la stabilité des prix

La définition retenue par le Conseil des gouverneurs de la BCE en octobre 1998 a été confirmée et clarifiée en mai 2003, à l'issue d'un examen approfondi de son cadre stratégique par l'Eurosystème. Au terme de cet exercice d'évaluation, le Conseil des gouverneurs a précisé que la stabilité des prix était définie par une croissance annuelle de l'IPCH proche de, mais inférieure à 2 % à moyen terme. Cette définition appelle plusieurs commentaires :

- en précisant que l'inflation devait être proche de 2 %, le Conseil des gouverneurs a tout d'abord tenu à confirmer le caractère symétrique de sa stratégie en excluant les situations de déflation. Cette précision permet également la prise en compte d'éventuels biais de mesure sur l'indice des prix ainsi que des écarts d'inflation au sein de la zone euro ;
- la définition quantitative de la stabilité monétaire rapproche le cadre stratégique de l'Eurosystème de celui des banques centrales reposant sur un ciblage de l'inflation, en particulier lorsque l'on considère une acception large de ce dernier, telle que celle présentée sous le terme de « cible d'inflation flexible ». La grande

différence repose sur le rôle des prévisions issues d'un modèle économétrique, qui jouent un rôle prépondérant dans les stratégies « pures » de ciblage de l'inflation, alors qu'elles ne sont qu'un élément, certes important, dans le processus de décision du Conseil des gouverneurs de l'Eurosystème.

Une orientation « à moyen terme »

Quelles sont précisément les implications de cette orientation à moyen terme de la stratégie de politique monétaire de la BCE ?

- La première est que la stratégie de politique monétaire unique n'a pas un horizon fixe, déterminé une fois pour toutes *ex ante*, mais vise, dans la mesure du possible, à tenir compte des « délais longs et variables de la politique monétaire » chers à Milton Friedman. La prise en compte de cette incertitude est particulièrement importante dans le cas de la zone euro, dont on ignore pour partie les « paramètres structurels profonds ». Plus prosaïquement, cette orientation à moyen terme de la politique monétaire unique reconnaît qu'il est impossible, pour une banque centrale, de contrôler avec exactitude la trajectoire des prix à très court terme.
- La seconde implication est que les indicateurs pertinents pour la politique monétaire doivent refléter, de façon quasi-exhaustive, les principaux facteurs à l'origine de l'inflation à court comme à long terme. De ce point de vue, la stratégie de politique monétaire cherche, autant que faire se peut, à mobiliser une « information complète ». C'est ce que traduisent les notions d'approche économique et d'approche monétaire (que l'on qualifie également d'approche en deux piliers) qui sont reprises, notamment, lors des conférences de presse du président de la BCE à la suite des décisions de politique monétaire. L'approche économique passe en revue les indicateurs conjoncturels, économiques et financiers en rapport avec les principaux déterminants de l'inflation à court terme ; l'approche monétaire repose quant à elle sur l'explication monétaire de l'inflation à long terme. L'orientation à moyen terme de la politique monétaire unique rend nécessaire l'articulation de ces deux approches complémentaires du phénomène inflationniste. En cela, la stratégie de politique monétaire de la BCE est plus complète que les stratégies de pur ciblage d'inflation ou de pur ciblage monétaire.

1.1.3. Les réalisations de la politique monétaire de la BCE

Quel premier bilan peut-on dresser après ces cinq premières années de mise en œuvre de la politique monétaire unique ?

Je voudrais souligner trois points essentiels.

- Premièrement, la réalisation des objectifs de politique monétaire : alors qu'elle a été confrontée à une série de chocs d'offre exogènes défavorables (sur les prix du pétrole, les produits alimentaires, le prix des services), conduisant à une évolution de l'IPCH supérieure à 2 % en glissement annuel de 2000 à 2002 et fluctuant autour de ce niveau depuis, la politique monétaire unique est parvenue à stabiliser et ancrer, sur la totalité de la période d'exercice, les anticipations d'inflation à moyen-long terme autour de 1,8 % à 1,9 %. Cela représente un niveau proche de, mais inférieur à 2 %, conformément à sa définition de la stabilité des prix, et, ceci,

que l'on considère les anticipations d'inflation issues des enquêtes (par exemple, Consensus Forecast, ou l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels) ou celles dérivées des données de marché, notamment des titres d'État indexés sur l'inflation. Malgré ces tensions sur les prix, les conditions de financement, qui reflètent notamment le bas niveau des taux d'intérêt à court comme à long terme dans la zone euro, sont restées particulièrement favorables. Ces bons résultats illustrent la crédibilité de la politique monétaire unique.

- Deuxièmement, la compréhension et la prévisibilité des actions de politique monétaire : contrairement à certaines idées reçues, la plupart des décisions de politique monétaire ont été parfaitement anticipées par les marchés. Ce diagnostic provient des études conduites par l'Eurosystème, mais également des rapports publiés par les « ECB Watchers », avec lesquels, d'ailleurs, la BCE entretient des liens réguliers, notamment sous forme de conférences annuelles. Une comparaison avec le Système fédéral de réserve ne montre d'ailleurs pas de réelle différence entre les deux institutions quant à la capacité des marchés à anticiper les décisions de politique monétaire des deux institutions. C'est le signe de la transparence de la politique monétaire unique. Le fait, notamment, que la BCE ait choisi d'autres moyens de communication que la publication des procès-verbaux des réunions du Conseil des gouverneurs ne l'a pas empêchée d'atteindre un niveau élevé de compréhension et de prévisibilité.

- Troisièmement, la confiance et l'approbation des citoyens européens : effectivement, l'euro s'est aisément imposé auprès des agents économiques et fait désormais partie du quotidien des consommateurs européens et les enquêtes confirment que le public a confiance dans l'euro, qu'il considère comme une monnaie solide, et dans l'Eurosystème en tant que banque centrale. Il reste cependant deux facteurs de préoccupation. Le premier réside dans la difficulté naturelle à évoluer vers un référentiel de prix entièrement nouveau — et il peut s'écouler de nombreuses années avant que l'ensemble des agents économiques l'ait complètement intégré. Le deuxième facteur est la perception de hausses de prix excessives par les consommateurs, liée au passage à l'euro fiduciaire. En effet, l'attention du public s'est concentrée sur un petit nombre de biens et de services qui ont subi des hausses anormales de prix lors de cet événement, ce qui a conduit à une perception erronée du taux réel d'inflation. Ce décalage entre l'inflation perçue et l'inflation effective devrait heureusement disparaître dans un avenir proche.

1.2. Les procédures de surveillance multilatérale au sein de l'UEM

L'UEM, qui conjugue une politique monétaire unique et douze gouvernements responsables des politiques budgétaires et des politiques structurelles, nécessite un cadre institutionnel pour en assurer la cohérence. Pour que ce cadre soit pleinement opérationnel, il doit être simple, facile à mettre en œuvre et capable d'assurer des politiques budgétaires saines et soutenables. En effet, les processus de surveillance multilatérale ont été conçus dès l'origine afin d'atteindre un niveau de cohésion satisfaisant dans les politiques suivies par tous les États membres.

1.2.1. Un cadre de procédures de surveillance multilatérale

La mise en œuvre de la surveillance est confiée à l'Eurogroupe (pays de la zone euro) et au Conseil Ecofin (tous les pays de l'UE), conjointement avec la Commission européenne. La surveillance mutuelle combine les procédures multilatérales de surveillance et de dialogue, le respect de règles et de dispositions communes et l'engagement des États membres à respecter les bonnes pratiques et les objectifs communs. La construction européenne est un projet en évolution constante et chaque réunion du Conseil européen a donné lieu, dans un passé récent, à des processus qui ont pris le nom des endroits où les sommets se tenaient. Cela s'applique à des processus relatifs à des domaines tels que les marchés du travail (processus de Luxembourg), la réforme économique des marchés des biens et des capitaux (processus de Cardiff) et le dialogue macroéconomique visant à promouvoir des évolutions salariales responsables (processus de Cologne). Le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) constitue un autre processus de coordination et de surveillance et le plus largement débattu de tous : il consiste à examiner les politiques budgétaires nationales au niveau de la Communauté dans une perspective à moyen terme. Au centre du processus de coordination se trouvent les Grandes orientations de politique économique (GOPE), qui contiennent une évaluation à moyen terme de l'état de convergence des politiques économiques nationales. Les GOPE jouent un rôle crucial car tous les processus de coordination mentionnés précédemment doivent être compatibles avec leurs recommandations. Les mises à jour du Pacte de stabilité et de croissance et des GOPE sont présentées sur une base pluriannuelle et leur mise en œuvre est examinée chaque année.

1.2.2. Les pays adhérents respecteront les mêmes règles

Laissez-moi souligner le fait que les dix nouveaux États membres sont déjà habitués aux processus d'examen mutuel. Depuis leur adhésion, le 1^{er} mai 2004, la politique budgétaire des dix nouveaux États membres a été soumise aux mêmes mesures d'examen que celle des autres États membres. Les déficits budgétaires constituent une préoccupation essentielle pour les nouveaux pays de l'UE. L'adoption de l'euro étant subordonnée au respect du critère de déficit budgétaire au sens de Maastricht, ces pays sont maintenant contraints d'entreprendre des réformes budgétaires substantielles, d'autant plus que leurs déficits proviennent d'insuffisances structurelles.

2. L'euro : un moteur puissant pour une plus grande intégration économique et financière et une reconnaissance internationale

Le renforcement du cadre opérationnel et institutionnel va de pair avec la convergence croissante de la zone monétaire et avec le renforcement du rôle de l'euro au niveau international.

2.1. Les piliers d'une zone monétaire optimale

La convergence croissante résulte de la solidité des fondamentaux macroéconomiques et de l'homogénéité économique, renforcés par l'intégration du secteur financier.

L'adoption d'une même monnaie par onze, puis douze pays européens constitue un fait sans précédent. Cette adoption se justifie par une convergence croissante des économies en question au cours des années quatre-vingt-dix. S'il semble abusif de considérer la zone euro comme une zone monétaire optimale, au sens où l'entendait Robert Mundell, plusieurs travaux récents ont cependant montré que le processus de convergence, l'homogénéité économique, le degré de synchronisation des cycles d'activité et la propension des économies de la zone à échanger entre elles se sont accrus depuis la mise en œuvre de la politique monétaire unique. Cette dernière, en réussissant également à ancrer, dans la totalité des pays membres, les anticipations d'inflation à un faible niveau s'est montrée capable d'imposer un important degré de convergence nominale. Enfin, l'Union économique et monétaire a mis ses membres à l'abri des crises de change et des déséquilibres macroéconomiques qui caractérisaient, il y a encore un peu plus d'une dizaine d'années, la situation européenne.

2.1.1. La zone euro se caractérise par des fondamentaux économiques solides

Les économies de la zone euro se caractérisent, en effet, par un important degré de convergence structurelle, un faible niveau d'inflation actuellement proche de 2 % et des conditions monétaires et financières favorables à l'activité économique. Ces conditions de financement favorables s'expliquent, également, par la bonne capacité de résistance des systèmes financiers et bancaires de la zone euro aux divers chocs ayant affecté l'économie mondiale : solidité des infrastructures, bonnes performances des banques et institutions financières, progrès accomplis dans la conformité aux normes internationales. L'épargne privée y est également abondante. En outre, la zone euro est une économie attractive du fait de la qualité de sa main-d'œuvre (près de 5 % du PIB y est, par exemple, consacré aux dépenses d'éducation) et de ses infrastructures. Ces différents atouts lui ont permis de drainer près de 112 milliards d'euros d'investissement direct en 2003 (contre 82 milliards aux États-Unis).

2.1.2. L'homogénéité économique croissante favorise la transmission de la politique monétaire

Si l'Union monétaire n'implique pas nécessairement que tous les États membres affichent, à tout moment, le même taux de croissance ou d'inflation, un certain nombre de travaux empiriques récents illustrent une homogénéité économique croissante au sein de la zone euro. En termes d'activité tout d'abord, plusieurs travaux présentés sous l'égide d'un groupe de travail commun entre le CEPR (*Centre for Economic Policy Research*) et l'Eurosystème montrent que la corrélation entre les fluctuations cycliques de l'activité économique dans son ensemble, mais également de la consommation et de l'investissement dans la plupart des pays de la zone euro, déjà forte avant la mise en œuvre de la politique monétaire unique,

s'est accrue depuis 1999. Selon certaines mesures, une composante « européenne » commune jouerait un rôle plus important que les composantes nationales dans les fluctuations cycliques de l'activité dans la plupart de ces économies. Le degré de corrélation entre cycles nationaux et cycle agrégé au niveau de la zone euro varierait ainsi dans un intervalle compris entre 0,70 et 0,92. En termes d'inflation, le degré de dispersion des rythmes d'inflation au sein de la zone euro ne serait pas nettement supérieur à celui que l'on observe aux États-Unis où existent des forces de rappel — telles que la présence d'un budget fédéral unique équilibrant les différences cycliques entre régions, des marchés des biens et services et du travail plus unifiés, une politique monétaire unique depuis 1913 — bien plus fortes que dans la zone euro. Ainsi, sur ces premières années d'existence de l'UEM, l'écart-type du glissement annuel des prix dans les douze pays de la zone euro serait, selon les estimations, proche de 1,1, contre 0,8 pour les quatorze régions des États-Unis. Enfin, les mises à jour récentes de l'important travail de recherche effectué par l'Eurosystème sur les mécanismes de transmission de la politique monétaire unique tendent à indiquer une homogénéité croissante des réponses des économies des pays membres aux impulsions de la politique monétaire.

2.1.3. L'intégration du secteur financier est presque achevée

L'introduction de l'euro a agi comme un catalyseur de l'intégration financière. Cette dernière est quasiment achevée en ce qui concerne le marché monétaire de l'euro. Dès les premières semaines de la mise en œuvre de la politique monétaire unique, les différences de prix constatées sur les marchés interbancaires nationaux se sont estompées rapidement pour devenir inférieures à 5 points de base, ce qui correspond au *spread bid-ask* habituellement constaté sur ce marché. Un mouvement d'intégration comparable s'est également produit sur les marchés obligataires européens, où l'on a pu constater un resserrement des rendements des titres d'État, ainsi que sur les marchés dérivés avec l'impressionnant développement d'Eurex et, dans une moindre mesure, sur les marchés boursiers et le marché des émissions de titres de dette pour les entreprises. La zone euro et, plus largement, l'Union européenne disposent à présent d'une architecture financière cohérente. Tout d'abord, la mise en œuvre du Plan d'action pour les services financiers, défini au Conseil européen de Lisbonne en mars 2000, est en cours d'achèvement. Ensuite, le « processus Lamfalussy » devrait favoriser la mise en place d'une nouvelle architecture institutionnelle dans le domaine de la supervision et de la réglementation du secteur financier — c'est-à-dire des marchés de titres, mais également des banques et des assurances — en développant notamment des règles techniques plus flexibles et plus uniformes.

2.2. L'euro joue désormais le rôle de monnaie internationale et d'ancrage nominal

Les données disponibles confirment le rôle croissant de l'euro au niveau international. Au niveau régional, il joue un rôle d'ancrage de premier plan, ce qui en fait le précieux vecteur d'une culture de stabilité.

Le rôle croissant de l'euro à l'échelle internationale résulte du développement à la fois de son utilisation au niveau privé et de son rôle officiel.

2.2.1. L'évolution de l'utilisation privée de l'euro

L'euro possède les fonctions-clés que l'on attribue à toute monnaie internationale : il s'agit déjà d'une monnaie de placement et de financement de premier plan et d'un intermédiaire important des échanges internationaux. Même s'il est encore limité, son rôle de monnaie de facturation devrait se développer dans les années à venir.

Un instrument financier essentiel au niveau mondial

L'utilisation de l'euro en tant que monnaie de placement et de financement sur les marchés internationaux de capitaux s'est développée de façon immédiate. En 2003, il représentait presque 60 % des émissions nettes de titres de créance internationaux, contre 33 % en 1998. Aujourd'hui, près de 41 % de l'encours de titres de créance est libellé en euros contre 28 % en 1998, soit une proportion comparable à celle du dollar dont la part est demeurée remarquablement stable durant cette période.

Un autre développement très remarquable est l'émergence d'un marché de titres « *corporate* », c'est-à-dire de titres émis par des entreprises, dont le volume a cru significativement au cours des premières années de l'euro.

La meilleure allocation de l'épargne en Europe nécessite que les marchés de capitaux soient plus efficaces et davantage intégrés. Or, cette intégration n'est pas encore totalement achevée, notamment en ce qui concerne les marchés des pensions, des dépôts et des titres.

La zone euro présente enfin un certain retard en matière de marché-actions. Selon les données de la BRI, si 32 % des créances bancaires internationales étaient concentrées dans la zone euro en 2002, contre légèrement moins de 15 % aux États-Unis, la capitalisation boursière de la zone euro ne représentait cependant que 16,1 % de la capitalisation boursière mondiale, contre 48,5 % pour les États-Unis.

Un important intermédiaire des échanges

En tant qu'intermédiaire des échanges, l'euro représente 25 % des opérations de change, soit moitié moins que le dollar. Cependant, la part de l'euro est supérieure à la somme des parts des anciennes monnaies nationales européennes. Ce résultat n'était pas évident au moment de l'introduction de l'euro.

- Un rôle croissant de monnaie de facturation/règlement : s'agissant de l'utilisation de la monnaie européenne dans le commerce international, entre 50 % et 60 % des échanges commerciaux de la quasi-totalité des pays de la zone euro avec le reste du monde étaient libellés en euros en 2002. Cela vaut à la fois pour les exportations et les importations. S'agissant du commerce des pays de l'UE avec les pays tiers, 54 % des exportations japonaises vers l'Union européenne ont été facturées ou réglées en euros en 2002 (44 % en 2000) et 31 % des importations japonaises en provenance de l'Union européenne ont été libellées en euros (contre 17 % en 2000).

Dans les pays où l'intégration avec la zone euro est très élevée, comme les pays d'Europe centrale et orientale, l'utilisation de l'euro dans les échanges est également très marquée, 60 % à 80 % des exportations/importations étant facturées ou réglées en euros.

- Un rôle plus limité sur les marchés de matières premières. En revanche, l'utilisation de la monnaie unique est plus limitée sur les marchés de matières premières, notamment du pétrole. Le dollar y joue encore un rôle prépondérant, qui devrait perdurer, compte tenu des phénomènes d'inertie liés aux effets de « réseau ». Cela n'est pas surprenant dans la mesure où l'acquisition d'un statut international constitue, à tous les égards, un processus long.

Au total, ces évolutions soulignent le fait que l'euro a su inspirer confiance aux investisseurs privés et favoriser une plus grande liquidité des marchés de capitaux.

2.2.2. Le rôle officiel croissant de l'euro

La demande croissante en faveur de l'euro comme monnaie de réserve et de référence a également renforcé son rôle officiel.

Un facteur de diversification des réserves de change

L'euro est devenu un facteur stabilisateur du système monétaire international tout particulièrement grâce à sa fonction de diversification des réserves internationales. Selon les dernières données disponibles du FMI, l'euro est la deuxième monnaie de réserve après le dollar. Sa part s'élevait à 18,7 % en 2002 contre 12,6 % en 1999.

Cette tendance offre à de nombreux pays un précieux volant de sécurité contre de fortes fluctuations des changes, dans la mesure où les investisseurs publics peuvent diversifier leurs avoirs de réserve.

La part croissante de l'euro dans les réserves de change internationales devrait encore progresser au cours des prochaines années. Les principales banques centrales asiatiques ont exprimé leur intention de mieux équilibrer la part de l'euro et du dollar dans leurs avoirs, phénomène d'autant plus important que le poids relatif de cette région dans les réserves de change internationales est élevé. Lorsqu'elles seront pleinement mises en œuvre, ces décisions pourraient donc entraîner un rééquilibrage des réserves de change internationales en faveur de l'euro : le dollar en représente actuellement 64,5 %, contre 18,7 % pour l'euro.

Un facteur de stabilité pour de nombreux régimes de change

Loin d'être la simple addition des monnaies européennes précédentes, l'euro a hérité des caractéristiques les plus intéressantes des anciennes monnaies nationales. Les effets positifs en ont été notables. L'euro a mis un terme aux crises de changes et a créé un environnement de taux d'intérêt historiquement bas. Même si ces deux éléments sont parfois oubliés, il est intéressant de remarquer que l'Europe n'a pas connu de tumulte à la suite, par exemple, des incertitudes créées par les récentes tensions géopolitiques au plan mondial, qui auraient provoqué, dans le passé, de vives turbulences.

Ces avantages sont peut-être encore plus précieux pour les pays voisins, puisque 51 d'entre eux ont déjà adopté l'euro comme monnaie de référence pour leurs régimes de change, soit comme ancre unique (dans 30 cas environ), soit comme composante d'un panier de monnaies.

L'utilisation de l'euro dans les régimes de change des pays tiers concerne essentiellement des régions qui ont tissé des liens étroits avec la zone euro ou qui ont mis en place des arrangements institutionnels spéciaux avec l'UE (pays adhérents et candidats, Balkans, Afrique du nord et zone franc CFA). Dans tous les cas, ces régimes de change résultent d'une décision unilatérale, qui n'implique aucun engagement de la part de l'Eurosystème. Cependant, des liens étroits avec l'euro peuvent avoir comme effet d'« importer » de la crédibilité, à condition de poursuivre simultanément des politiques appropriées.

Plus fondamentalement, l'euro contribue à développer une culture de la stabilité dans un grand nombre de pays, car il permet également d'influencer les anticipations des agents économiques. Certes, il n'est pas possible, en l'espace de quelques années, d'évaluer complètement les réalisations permises par l'euro, mais il apparaît clairement que la monnaie unique fournit un bon exemple de la prospérité économique que peuvent procurer la discipline et la détermination.

En ce qui concerne les dix nouveaux pays de l'UE, laissez-moi souligner que le critère de stabilité des taux de change au sein du MCE II nécessite que cette stabilité soit atteinte avant l'adoption de la monnaie unique. L'avantage est que l'adoption de l'euro sera le couronnement d'un processus de convergence structuré au sein d'un cadre multilatéral. C'est assurément l'un des défis les plus importants auxquels devra faire face la zone euro dans les années à venir, défis dont je vais maintenant vous parler.

3. Les défis de la monnaie unique

L'environnement dans lequel évolue l'euro étant en mutation continue, les pouvoirs publics doivent faire face à de nouveaux défis lorsqu'ils formulent et mettent en œuvre leurs décisions de politique économique. Je voudrais attirer l'attention sur trois de ces défis qui, à mon avis, pèseront fortement sur l'avenir de l'euro et de la construction européenne.

En premier lieu, il est nécessaire de renforcer la coordination budgétaire de l'UE afin de consolider les fondements sur lesquels repose l'euro, dans une période où les politiques budgétaires en Europe doivent faire face à des défis spécifiques tels que le vieillissement de la population.

En deuxième lieu, il est nécessaire de mettre en œuvre des réformes structurelles afin de mieux préparer les pays à affronter les défis à venir.

Enfin, le processus d'élargissement, qui est certes déjà une réalité, demandera des efforts supplémentaires pour que les nouveaux États membres progressent encore et finissent par rattraper leur retard.

3.1. La nécessité d'un renforcement de la cohésion et de la coordination budgétaires au sein de l'Union

Le respect des règles et des procédures formulées dans le Traité et des dispositions du Pacte de stabilité et de croissance imposent la même discipline budgétaire à

tous les États membres : le déficit budgétaire ne doit pas excéder le plafond de 3 % du PIB et le ratio d'endettement total ne devrait pas dépasser 60 % du PIB. Ces limites contribuent à assurer un *policy-mix* optimal au niveau de la zone euro, dans la mesure où une politique budgétaire laxiste risque, à terme, de compromettre la réalisation de la stabilité des prix. Enfin, elles entretiennent une croissance et un emploi durables et sont propices à la stabilité économique.

La discipline budgétaire est en effet d'une importance capitale pour l'UEM, car elle est un corollaire nécessaire de la politique monétaire unique. On attend des États membres qu'ils considèrent leurs politiques économiques comme des questions « d'intérêt commun », étant donné l'incidence que leurs décisions budgétaires peuvent avoir sur la zone euro dans son ensemble. Dans une union monétaire, il est de la plus grande importance de traiter les « comportements de passager clandestin » (*free-riding*), d'où la clause de « non renflouement » inscrite dans le traité de Maastricht.

Le cadre institutionnel de la coordination des politiques économiques nationales a bien fonctionné dans le passé. Cependant, les difficultés économiques auxquelles se sont heurtés de nombreux pays européens ont suscité de vives critiques à rencontre des dispositions budgétaires du Traité et du Pacte de stabilité et de croissance. Or, il ne s'agit pas d'améliorer la formulation du Pacte de stabilité et de croissance mais plutôt les modalités de sa mise en œuvre.

- Les règles elles-mêmes laissent une marge de manœuvre suffisante pour faire face à un ralentissement de la croissance. Conformément au concept d'équilibre des soldes budgétaires structurels, les États membres de l'UE se sont engagés à atteindre et à maintenir, au cours du cycle économique, une situation budgétaire « proche de l'équilibre ou excédentaire ». Cette exigence doit permettre de faire face aux chocs asymétriques et aux fluctuations conjoncturelles, tout en laissant les stabilisateurs automatiques exercer pleinement leurs effets. Cette flexibilité est essentielle pour surmonter les chocs asymétriques tout en préservant la soutenabilité à long terme des finances publiques et l'autonomie de la politique monétaire. Toute amélioration susceptible d'être apportée à la mise en œuvre de ces règles est dans l'intérêt même des États membres.
- Le véritable problème est celui de l'application du Pacte : en particulier, des incitations devraient être créées en vue de renforcer la mise en œuvre d'une politique budgétaire saine en période de haute conjoncture. Lorsque la croissance est forte, les pays doivent se mobiliser encore davantage pour réduire leurs déficits ou dégager des excédents et réduire ainsi l'encours d'une dette publique pouvant demeurer à des niveaux élevés. Cela signifie qu'en période de conjoncture favorable il faut adopter des politiques budgétaires moins laxistes pour garantir la soutenabilité à long terme des finances publiques.

Le respect de l'objectif central d'équilibre budgétaire est d'autant plus indispensable que l'Union européenne devra s'atteler au problème du vieillissement rapide de la population, dont les implications sur les finances publiques sont considérables, tant sous l'angle des dépenses de santé que des régimes de retraite. Étant donné que, dans ces domaines, les réformes risquent de n'être perceptibles qu'à moyen et long termes, il est essentiel que les pays européens prennent toutes les dispositions

nécessaires pour prévenir les conséquences de ces évolutions démographiques, notamment sur le plan budgétaire. La mise en œuvre de politiques budgétaires saines passe également par l'amélioration de la qualité des dépenses publiques. Un premier pas dans cette direction consisterait à faire porter le processus d'ajustement sur les dépenses courantes plutôt que sur l'investissement, à la différence de ce qui a été fait dans la plupart des pays à la fin des années quatre-vingt-dix. De manière plus générale, les pays de l'UE doivent entreprendre des réformes structurelles visant à renforcer le potentiel de croissance et à favoriser la création d'emplois. Sur ces points, l'Eurosystème a appelé ces pays, à maintes reprises et sans ambiguïté possible, à procéder à ces réformes.

3.2. Des réformes structurelles doivent être accomplies dans plusieurs domaines

Il subsiste néanmoins en Europe, en particulier dans la zone euro, d'importantes rigidités structurelles qu'il s'agit de résoudre si l'on souhaite promouvoir la plus forte croissance non inflationniste possible. Je souhaiterais ici évoquer plusieurs pistes qui font d'ailleurs l'objet d'un consensus au sein du Conseil des gouverneurs de la zone euro. Elles portent, notamment, sur les efforts à poursuivre en ce qui concerne le rôle et l'importance de la recherche pour accroître le potentiel de croissance de la zone euro, le développement des « forces d'agglomération » pour faciliter la localisation des entreprises, les efforts à accomplir enfin pour accroître la flexibilité sur le marché du travail et l'intégration des marchés des biens et services.

3.2.1. Une économie fondée sur la connaissance

S'agissant du premier point, la stratégie adoptée à l'unanimité lors du Conseil européen de Lisbonne, qui a pour objectif de faire de l'Union européenne « l'économie de la connaissance la plus compétitive et la plus dynamique du monde, capable d'une croissance économique durable accompagnée d'une amélioration qualitative et quantitative de l'emploi et d'une plus grande cohésion sociale », fournit un cadre de référence pour guider l'action publique. Elle insiste sur l'importance de la recherche, de l'innovation et de la diffusion des technologies nouvelles pour élever le niveau de productivité de l'économie. Elle vise également à donner à l'économie européenne ainsi qu'à tous les pays membres de l'UE plus de souplesse, plus d'activité et plus d'emplois. Il s'agit d'une stratégie, certes ambitieuse, mais cruciale pour l'avenir de l'Europe et de la zone euro.

3.2.2. La compétitivité des entreprises

Dans ce contexte, en raison notamment de la concurrence internationale, il est également crucial de développer les « forces d'agglomération », c'est-à-dire les incitations qui forcent les entreprises à se concentrer géographiquement pour bénéficier d'économies d'échelle et externes. L'existence d'une zone à pouvoir d'achat élevé est l'un des facteurs importants de la localisation des entreprises européennes. J'ai déjà mentionné les forces d'attractivité de la zone euro mais il nous faut aller plus loin encore, en particulier en ce qui concerne la maîtrise des coûts, notamment salariaux, et la nécessité d'assurer un environnement favorable à la compétitivité des entreprises européennes. En effet, les emplois sont créés de

préférence dans les économies qui savent modérer leurs coûts unitaires de production et offrir un environnement aussi favorable que possible à la compétitivité des entreprises. Cela suppose donc que soient poursuivies, sinon accentuées, les réformes structurelles sur le marché du travail et celui des biens et des services.

3.2.3. La flexibilité sur le marché du travail

En ce qui concerne le marché du travail, la zone euro est caractérisée par un faible taux d'emploi, proche de 62 % en 2002, contre 75 % aux États-Unis, ce qui se traduit par une perte non négligeable en termes de PIB par habitant (près de 25 % inférieur à celui des États-Unis). Ce bas taux d'emploi résulte du niveau élevé du chômage dans la zone euro, proche de 9 % actuellement, et de la faiblesse du taux d'activité. Le chômage en Europe étant pour l'essentiel d'origine structurelle, il importe dès lors de fluidifier le marché du travail et de préserver une structure d'incitations permettant d'élever le taux d'activité. Cela suppose, notamment, que soient mises en œuvre des mesures visant à réduire le coût du travail, les charges des entreprises et que soient promues des structures d'incitations à destination des actifs parmi les classes d'âges les plus jeunes mais également les plus âgées ainsi que pour les moins qualifiés. Contrairement à ce que l'on observe aux États-Unis, où existe une longue tradition de mobilité professionnelle et géographique, les différences culturelles et linguistiques constituent encore un frein à la mobilité du facteur travail en Europe. La faiblesse de la mobilité professionnelle et géographique dépend également d'une différenciation, sans doute insuffisante des salaires dans les pays de la zone euro, qui devraient mieux refléter les différences en termes de gains de productivité ou de développement entre régions ou secteurs d'activité.

3.2.4. L'intégration des marchés des biens et services

L'accroissement du niveau de productivité dans la zone euro repose également sur l'approfondissement des réformes sur le marché des biens et services car le retard européen, vis-à-vis notamment des États-Unis, trouve également son origine dans la présence de rigidités structurelles liées à l'existence de barrières à l'entrée sur ce marché. Or, en l'absence de pressions concurrentielles, les entreprises ne sont guère incitées à accroître leur efficacité.

Des réformes réglementaires doivent donc être entreprises tant au niveau des pays membres qu'au niveau de l'Union économique dans son ensemble. D'après les travaux de recherche conduits sous l'égide du CEPR et de l'Eurosystème, la création du marché unique a déjà constitué une étape majeure mais l'objectif reste bien celui d'une intégration complète du marché des biens et services au niveau européen. Cela concerne, en particulier, le secteur des services où, il faut bien le reconnaître, les progrès ont été moins nets que dans les autres secteurs d'activité. Certes, cela s'explique encore pour partie par des différences culturelles. Il reste que les pouvoirs publics, au niveau national comme au niveau communautaire, doivent poursuivre leurs efforts et favoriser le degré de concurrence et d'intégration dans tous les secteurs d'activité. Je mentionnais celui des services, mais c'est également le cas des secteurs de l'énergie, notamment électrique, des transports, notamment ferroviaires, ou encore des services postaux.

3.3. Le défi de l'élargissement

Dix nouveaux pays ont rejoint l'UE le 1^{er} mai 2004. Ils ont vocation à adopter l'euro après avoir satisfait aux critères de convergence nominale. Au delà des défis institutionnels qui subsistent (indépendance des banques centrales, adaptation de systèmes bancaires, lutte contre le blanchiment, etc.), le défi majeur qui s'ouvre à nous est de relever le pari de la convergence réelle entre l'Est et l'Ouest de l'Europe. Cet objectif nécessitera des années d'importantes réformes structurelles, favorables à une accélération de la croissance et au comblement du fossé Est-Ouest ; il suppose, entre autres choses, le respect du cadre macroéconomique auquel tous les États membres actuels de la zone euro ont consenti, notamment la participation réussie au MCE2. Il faut, en effet, éviter toute précipitation dommageable à la compétitivité et procéder aux réformes de fond, notamment en matière de soutenabilité des finances publiques, préalablement à l'entrée dans ce mécanisme de change, gage d'une convergence réelle durable, profitable à l'ensemble de la zone.

Je souhaiterais conclure en disant que l'euro a répondu à toutes nos attentes. Après le défi sans précédent du passage à l'euro fiduciaire à l'échelle du continent, qui a été couronné de succès, l'euro a remplacé pratiquement instantanément les anciennes monnaies nationales, sans perturbation logistique. Il a encouragé la stabilité grâce à la crédibilité dont il jouit et a protégé nombre de pays de la zone contre la volatilité excessive des taux de change et les turbulences enregistrées sur les marchés financiers. Ces résultats doivent être soulignés avec d'autant plus d'acuité que pendant plusieurs années il avait été dit que l'euro resterait un « serpent de mer » ou qu'il créerait des difficultés macroéconomiques importantes. Ces scénarios ne se sont pas concrétisés.

L'euro représente donc une pierre angulaire majeure de la construction européenne. Cela dit, et indépendamment de ses propres mérites, une monnaie ne constitue pas une fin en soi, même si les nouveaux États membres sont ardemment déterminés à l'adopter le plus vite possible. La participation à l'union monétaire doit reposer sur un processus de convergence soutenable. L'élargissement de la zone euro donnera, à cet égard, un nouvel élan au relèvement des défis, les responsables de politique économique subissant désormais une pression beaucoup plus forte dans le traitement des difficultés alors qu'ils pouvaient les ignorer auparavant. Il s'agit là d'une contribution essentielle à la construction d'une union européenne plus forte à laquelle j'adhère vigoureusement.

Enfin, laissez-moi exprimer ma confiance en l'avenir de l'euro qui, cinq ans après sa création, constitue le symbole patent de l'identité européenne et de sa force.